



8 月经济：股市涨能否带动实体反弹？

2025 年 08 月 26 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **在经济经历了 7 月的放缓后，8 月股市的高涨能否通过预期的改善向实体经济传导？**我们认为最直接的映射是服务业 PMI 和服务业生产指数的反弹，经济下行的压力也将有所缓解。然而，随着“两新”政策拉动效应渐小，外部需求放缓与“反内卷”政策的影响延续，经济结构性分化依然明显。8 月股市的“升温”若要打破经济的“降温”，仍要等待再通胀的进一步信号。

➤ **8 月资本市场的“盛夏”热度，将对服务业指标形成有效拉动。**从统计构成上来看，服务业 PMI、服务业生产指数均锚定《国民经济行业分类》的服务业行业门类增加值进行核算，其中金融业占有较高权重（详情可参考我们此前的报告《两个服务业景气指标为何大幅背离？》）。历史趋势表明，上证指数与服务业 PMI、服务业生产指数常常“同频共振”，尤其是股指强势上扬之际。因此我们预计，此番 A 股创十年新高，8 月服务业 PMI、服务业生产指数也将“水涨船高”，呈现回升势头。

➤ **投资者信心已呈现企稳迹象，而消费者信心的回归略显滞后。**尽管第三批国补资金已于 7 月底“驰援”到位，但政策拉动逐步进入平台期，加之补贴规范优化调整，8 月汽车和家电销售额增速均出现进一步下降。我们预计在“两新”政策提振效应有所“褪色”的背景下，8 月社零增速可能稳中趋缓，整体消费市场进入结构性优化的新阶段。

➤ **与此同时，外需“退潮”的风险隐约可见。**随着 8 月 7 日新一轮关税措施的落地（特朗普政府新一轮关税正式生效），美方“抢进口”行为也渐行渐远。高频数据显示，8 月以来中国发往美国的集装箱船运量已明显弱于 2024 年同期，CCFI 美东、美西航线运价指数也跌势未止。整体来看，8 月出口面临一定的放缓压力，“稳外贸”挑战犹存。

➤ **“稳外贸”与“反内卷”对企业形成双重考验，企业预期仍在修复中。**除了出口承压之外，“反内卷”政策在推动供给侧结构优化的同时，短期内仍将在一定程度上继续制约工业企业的生产扩张意愿。我们构建的工业景气度指标显示，8 月工业增加值进一步趋缓的可能性较大。在企业多持观望情绪的驱动下，预计制造业投资、制造业 PMI 的改善空间也将受限。我们的 PMI 预测模型也显示，8 月制造业 PMI 环比下降的概率偏大。

➤ **相较之下，基建投资与私营企业关联度更低，其修复弹性也相对更足。**随着自然灾害等短期扰动因素的消退，8 月基建投资增速有望回温。从高频数据来看，沥青开工率在经历极端天气导致的阶段性回落后，8 月起开始呈现回升态势；同时，水泥价格指数也在 8 月初现“拐点之光”。这些迹象可能均指向基建领域正在释放边际改善的积极信号。

➤ **另一值得关注的“彩蛋”来自价格端：“反内卷”对工业品价格的提振或快于预期。**当前高频的南华工业品指数同比增速已率先反弹，预示与之密切相关的 PPI 也有望“接棒回升”。此外，多项上游原料价格其实自 7 月下旬起方才逐步企稳，但因 PPI 调查采价集中于每月 5 日与 20 日，7 月数据或未充分捕捉回稳迹象。这一滞后效应有望在 8 月 PPI 数据中得到更清晰的体现，进一步印证工业

相关研究

1. 海外市场点评：美元弱一定需要降息吗？-2025/08/24
2. 海外市场点评：杰克逊霍尔会议：给降息预期“踩刹车”？-2025/08/22
3. 资产价格研究：A 股 VS 美股：“跑赢”行情的来龙与去脉-2025/08/21
4. 2025 年 7 月财政数据点评：财政收入增速年内新高的背后-2025/08/19
5. 美国经济研究：保税区库存，美企避税的最后自留地-2025/08/18

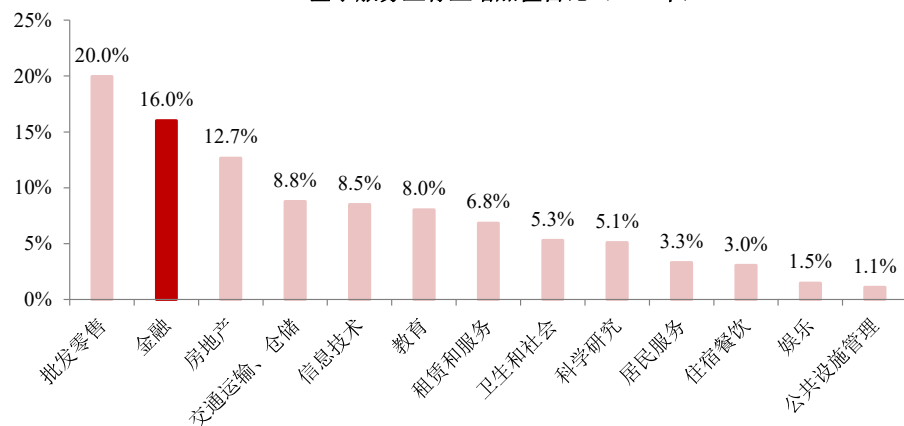
端价格环境的边际改善。

➤ **除了上述指标之外，8月还有两大看点不容忽视。一是青年失业率表现**，该指标已在7月呈现季节性攀升、且高于去年同期水平，若8月进一步突破去年高点，则需求侧政策（尤其是稳就业措施）加码的必要性与紧迫性将显著上升。**二是政府债发行情况**，当前政府债发行的步伐已放缓，财政脉冲趋于减弱，这或将制约年内财政对基建等领域的支撑力度（包括1-8月特殊新增专项债已超过全年额度），也可能倒逼宏观政策更加积极发力。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

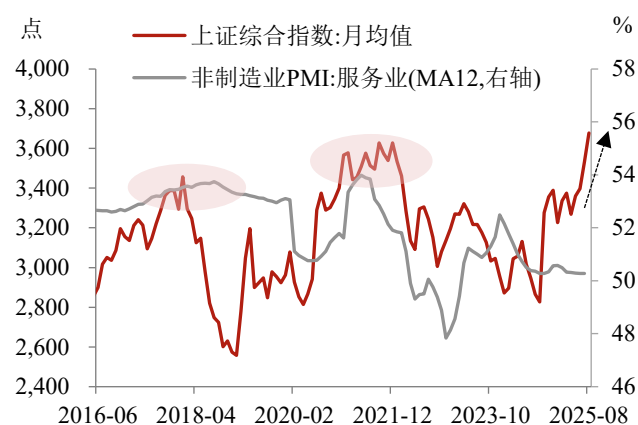
图1：无论是服务业 PMI、还是服务业生产指数，均与金融业有一定相关性

服务业PMI、服务业生产指数统计样本推测：
基于服务业行业增加值占比（2022年）



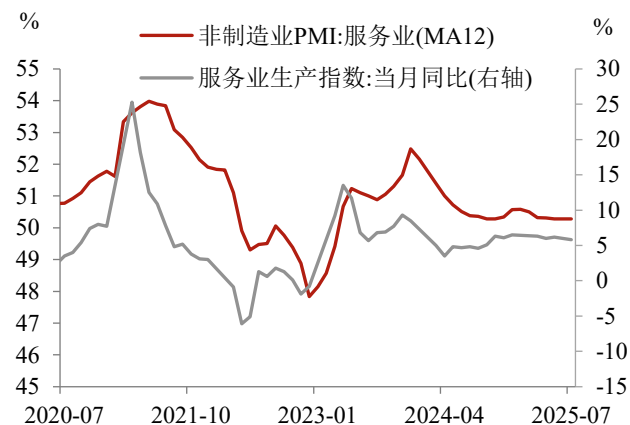
资料来源：中国统计年鉴，民生证券研究院

图2：通常上证指数较高时，服务业 PMI 表现也不会差



资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：服务业 PMI 与服务业生产指数走势相近



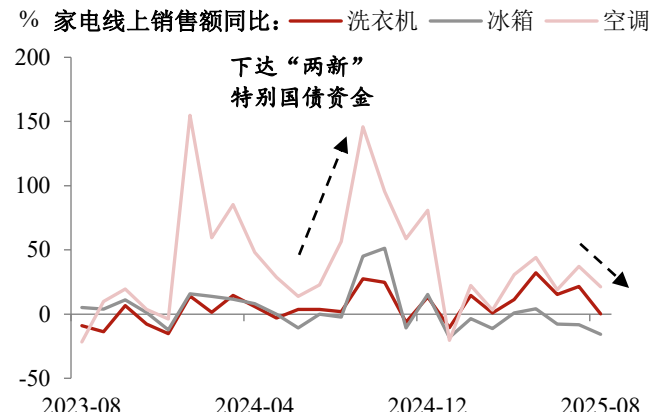
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：8月乘用车销量高频数据显示进一步下降



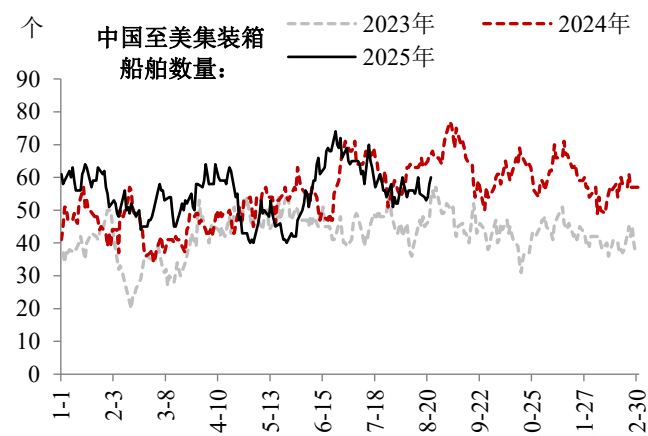
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：8月“两新”相关家电的线上销售额增速放缓



资料来源：奥维数据，民生证券研究院

图6：8月起中国至美集装箱数开始弱于2024年同期



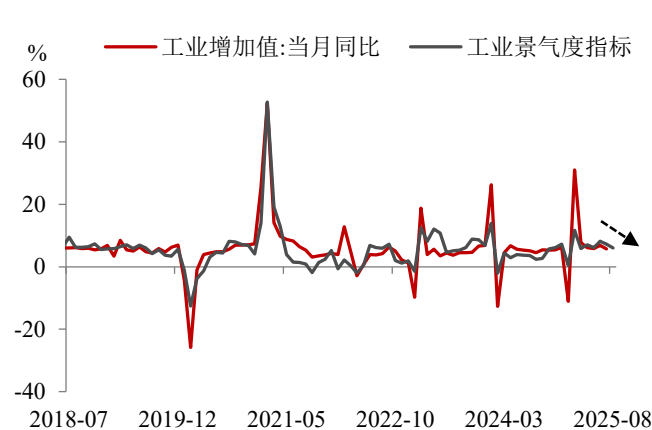
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图7：8月CCFI美东、美西航线继续下探



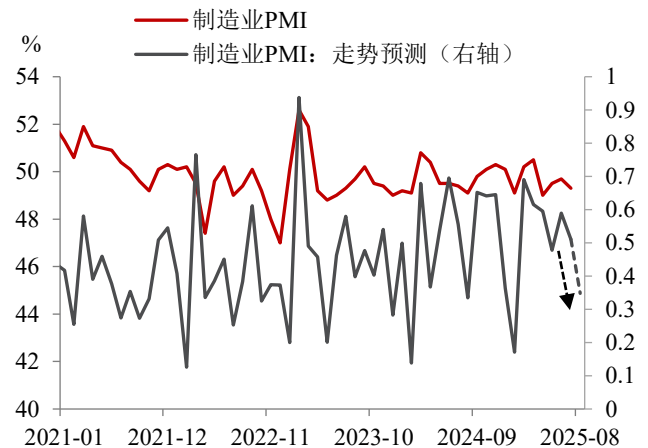
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：工业景气度指标显示8月工业生产下行压力仍存



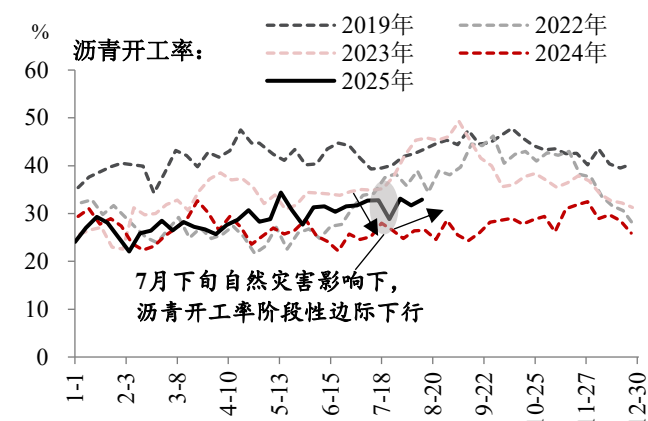
资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图9：制造业PMI预测模型显示8月环比下降概率更大



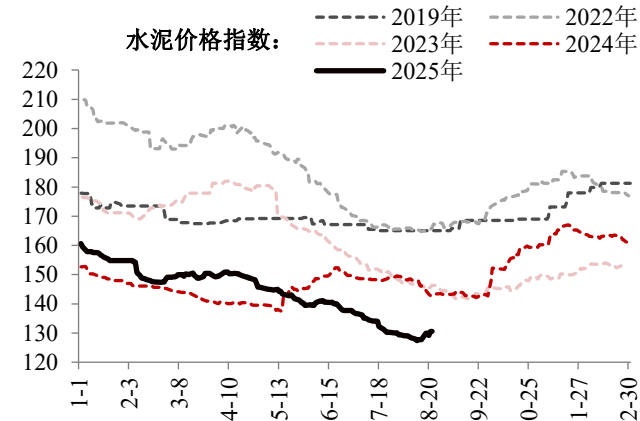
资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图10：自然灾害短暂冲击后，8月沥青开工率开始回升



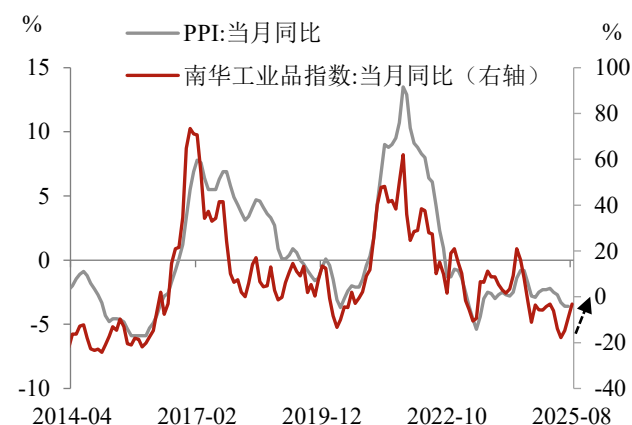
资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：8月水泥价格指数拐点显现



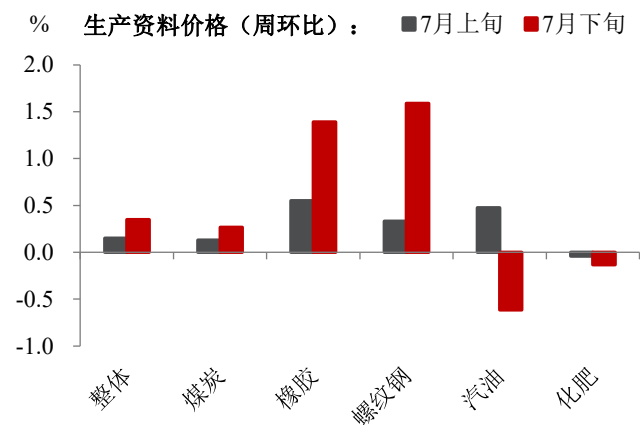
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：“反内卷”下，8月PPI同比增速或迎来改善



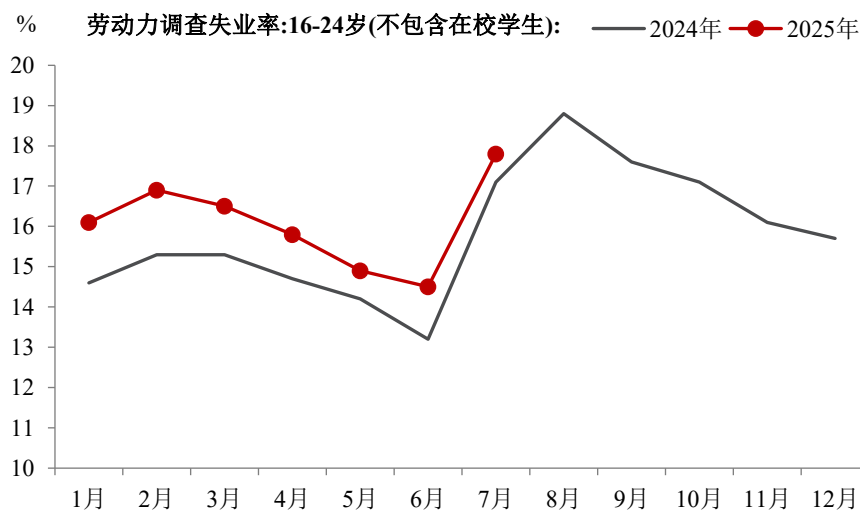
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：上游价格大多在7月下旬才呈现明显改善



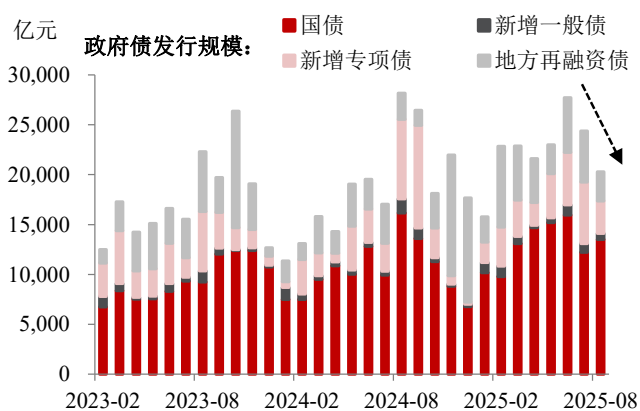
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：8月青年失业率大概率继续季节性上升



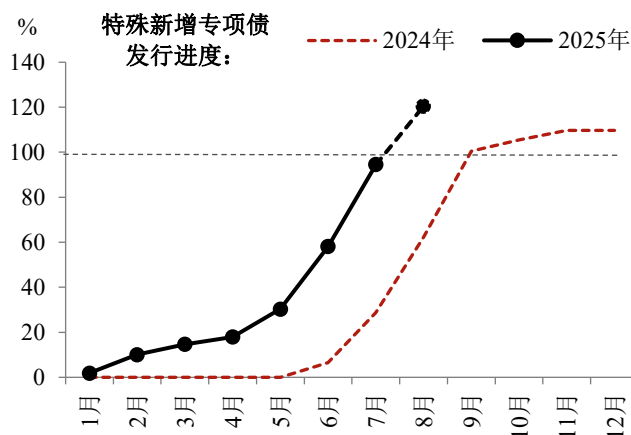
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图15：政府债脉冲效应开始递减



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图16：今年特殊新增专项债发行额度已用超



资料来源: 企业预警通, 民生证券研究院

注: 2025年8月数据截至8月25日。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048